

中國貨幣政策進入新時代



國際視野 潘迪藍
Gavekal Dragonomics
資深經濟師

中國在10月19日公布了疲弱的第三季經濟數據之後，10月23日晚上，人民銀行宣布同時下調基準利率和存款準備金率。這次乃是過去12個月內中國第6次減息。由於中國的經濟增長一直在放緩，這次「雙降」是在市場預期之內的。更重要的是，人民銀行還宣布，將會放棄長期以來對商業銀行的存款利率設定上限的做法。這一大進展，將會令內地推行長達10年的利率自由化接近完成，引領中國的貨幣政策進入一個新時代，以及有助人民幣被國際貨幣基金組織(IMF)納入特別提款權(SDR)的貨幣籃子之內。



作者預料人行將在未來3至6個月推出新政策利率，其中最有可能的是隔夜利率或7天回購利率。在這情況下，未來的減息，將會以人民銀行降低短期回購利率的目標的形式出現。圖為福州人民銀行分行。(資料圖片)

經過10月23日的減息之後，1年期的基準存款利率和貸款利率分別降低至1.5厘和4.35厘，雙雙創下中國近代史上的新低。內地再次減息，是因為經濟數據證實了，由於投資繼續放緩，內地第三季的經濟增長只有6.9%，已跌破了7%（這是自2009年以來第一次跌破7%，上一次是2009年第一季的6.2%）。我們預測，到了2016年第一季，內地的整體GDP增長將會進一步放緩至6%。

內企負債沉重 減息紓壓

消費物價指數仍然十分疲弱，而9月份的生產者價格指數更比去年同期下跌5.9%。內地的生產者價格指數(PPI)已經連續下跌了接近4年。投資放緩以及生產者價格下跌，令採礦業和製造業更難去償還其債務。因此，內地的不良貸款比例等一系列近乎債務違約的數據，已出現上升。隨着內地企業的總負債上升至其GDP的150%至160%，這個比例已屬全球最高之一，人民銀行將會毫不猶豫地進一步減息，以避免不良貸款和債務違約激增。

冀兩年達成市場化 利率改革進取

但更重要的問題是，長遠來說，人民銀行未來究竟打算怎樣管理中國的貨幣政策？人民銀行行長周小川去年3月份曾表示，內地的利率將會在兩年內完全自由化。由於利率自由化在過去10年進展緩慢，周小川的承諾被視為相當大膽。但若然除了撤銷零售銀行的存款利率管制之外，還要撤銷貨幣市場的短期利率管制，人民銀行仍然需要克服多個技術和監管方面的障礙。然而，人民銀行在利率方面的改革已算是出人意料地快速。一些新創造的貨幣政策工具，如「常備借貸便利操作」(SLF)和「中期借貸便利操作」

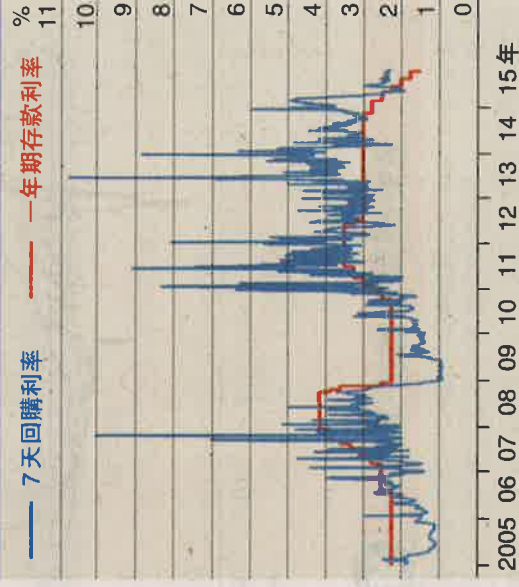
(MLF)，都令到內地的銀行更容易從人民銀行取得流動性。

至於內地銀行需要保持貸存比例在75%或以下的規定（這令到內地貨幣市場的利率大幅波動），已於今年6月底隨《商業銀行法修正案（草案）》通過而大致上撤銷（該法案將貸存比例由法定監管指標轉變為流動性監測指標），消除了利率自由化的最大障礙之一。這意味着商業銀行的放貸能力得到徹底釋放，貸存比例束下的金融扭曲得到一定矯正，金融改革的進程得以快速推進。過去12個月，幾乎每一次人民銀行減息，它都會乘機提高存款利率的上限，以減低金融不穩定的可能性。它的理據是，如果銀行預期利率進一步下跌，它們將不太願意爭奪存款。

新政策利率將出爐 漸過渡至市場化

可是，儘管內地銀行現在有完全的自由去設定自己的存款利率和貸款利率，央行的基準利率將繼續作為重要的參考指標。以目前情況來看，相對人民銀行的基準利率，內地的商業銀行絕大多數都會在存款利率和貸款利率方面提供一些溢價或折扣。因此，儘管即將引入新的中央政策利率，人民銀行將會繼續公布它的基準存款利率和貸款利率。在10月23日公布的一份說明中，人民銀行概述了它計劃如何進行未來的貨幣操作。它將會利用短期回購利率和「常備借貸便利操作」的利率來引導短期利率。同時，它將會利用「中期借貸便利操作」以及向國家開發銀行提供的「抵押補充貸款」(PSL)的利率等，來引導中長期利率。人民銀行將會理順由央行政策利率到貨幣市場、固定收益市場和信貸市場的利率的過渡。當機制完全成熟時，人民銀行將會停止宣布基準的存款利率和貸款利率。

短期回購利率與存款利率下行



明報製圖

我們預測，人民銀行將會在未來3至6個月推出新的政策利率。其中，最有可能的是隔夜利率或7天回購利率。在這種情況下，未來的減息，將會以人民銀行降低短期回購利率的目標的形式出現。

2016年料大削存準金

這有兩個重要意義。首先，為滿足商業銀行的流動性需求，人民銀行不得不增加使用公開市場操作和「常備借貸便利操作」，以減少回購利率波動。其次，為引導回購利率下行（7天回購利率目前是2.37厘），人民銀行將大幅降低存款準備金率。2016年底或之前，可能會從現時的17.5%降低5個百分點之多。